E-ISSN: 2717-4581 | P-ISSN: 2783-1345

Innovation Management and Operational Strategies

www.journal-imos.ir

Inov. Manage. Oper. Stra. Vol. 5, No. 2 (2024) 150-166.

Paper Type: Original Article

The Effect of Product Market Competition and Growth Opportunity on the Relationship between Ownership Concentration and Abnormal Returns

Rahim Bonabi Ghadim[1,*], Shabnam Rajaeei[1], Davod Mostafazadeh[2]

[1] *Department of Accounting, Maragheh Branch, Islamic Azad University, Maragheh, Iran; rahim.bonabi@yahoo.com; rajaeeishabnam73@gmail.com.*
[2] *Department of Financial Management, South Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran; mostafazadehd@yahoo.com.*

Citation:

Bonabi Ghadim, R., Rajaeei, Sh., & Mostafazadeh, D. (2024). The effect of product market competition and growth opportunity on the relationship between ownership concentration and abnormal returns. *Innovation management and operational strategies*, *5*(2), 150-166.

Received: 25/12/2023 Reviewed: 27/01/2024 Revised: 13/03/2024 Accepted: 20/04/2024

Abstract

Purpose: Ownership concentration can lead to the agency problem between dominant shareholders and minority shareholders (ownership conflict) and the existence of product market competition as a substitute for strong corporate governance and the existence of growth opportunities that can affect the future performance of the company due to information uncertainty, the intensity of management oversight and thus the efficiency of ownership concentration can be affected. The purpose of this study is to investigate the effect of product market competition and growth opportunities on the relationship between ownership concentration and abnormal returns.

Methodology: This research is applied in terms of purpose and causal (post-event) in terms of method. The statistical population of the study is the companies listed on the Tehran Stock Exchange and using systematic sampling method, 130 companies were selected as a research sample for a period of 9 years between 2015 and 2023.

Findings: The results of testing the research hypotheses with multiple regression showed that ownership concentration has a negative effect on abnormal returns and product market competition and growth opportunity have a significant negative and positive effect on the relationship between ownership concentration and abnormal return, respectively.

Originality/Value: The concentration of ownership leads to the problem of representation between dominant shareholders and minority shareholders (conflict of ownership) and the existence of product market competition as a substitute for strong corporate management and also the existence of growth opportunities that affect the company's future performance due to information uncertainty. It affects management supervision and as a result the efficiency of ownership concentration.

Keywords: Growth opportunities, Product market competition, Ownership concentration, Abnormal returns.

Corresponding Author: rahim.bonabi@yahoo.com

10.22105/imos.2024.454400.1351

مدیریت نوآوری و راهبردهای عملیاتی

دوره ۵، شماره (۲)، (۱۴۰۳)، ۱۵۰-۱۶۶

www.journal-imos.ir

نوع مقاله: پژوهشی

تاثیر رقابت بازار محصول و فرصت رشد بر رابطه بین تمرکز مالکیت و بازدهی غیرعادی

رحیم بنابی قدیم[۱،*]، شبنم رجایی[۱]، داود مصطفی زده[۲]

[۱]گروه حسابداری، واحد مراغه، دانشگاه آزاد اسلامی، مراغه، ایران.

[۲]گروه مدیریت مالی، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

چکیده

هدف: تمرکز مالکیت می‌تواند به مساله نمایندگی بین سهامداران غالب و سهامداران اقلیت (تضاد مالکیت) منجر شود و وجود رقابت بازار محصول به عنوان جایگزین راهبری شرکتی قوی و نیز وجود فرصت‌های رشد که به دلیل عدم اطمینان اطلاعاتی می‌تواند عملکرد آتی شرکت را تحت تاثیر قرار دهد، شدت نظارت بر مدیریت و در نتیجه کارآمدی تمرکز مالکیت را می‌تواند تحت تاثیر قرار دهد. هدف این پژوهش بررسی تاثیر فرصت‌های رشد و رقابت در بازار محصول بر رابطه بین تمرکز مالکیت و بازدهی غیرعادی است.

روش‌شناسی پژوهش: این پژوهش از نظر هدف کاربردی و از نظر روش علی (پس‌رویدادی) است. جامعه آماری پژوهش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد و با استفاده از روش نمونه‌گیری سیستماتیک تعداد ۱۳۰ شرکت به عنوان نمونه پژوهش در بازه زمانی ۹ ساله بین سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۱ انتخاب شدند.

یافته‌ها: نتایج حاصل از آزمون فرضیات پژوهش با رگرسیون چندگانه نشان داد که تمرکز مالکیت تاثیر منفی بر بازده غیرعادی دارد و رقابت بازار محصول و فرصت رشد به ترتیب دارای تاثیر منفی و مثبت معنی‌دار بر رابطه بین تمرکز مالکیت و بازدهی غیرعادی است.

اصالت/ارزش‌افزوده علمی: تمرکز مالکیت به مساله نمایندگی بین سهامداران غالب و سهامداران اقلیت (تضاد مالکیت) منجر می‌شود و وجود رقابت بازار محصول به عنوان جایگزین راهبری شرکتی قوی و نیز وجود فرصت‌های رشد که به دلیل عدم اطمینان اطلاعاتی عملکرد آتی شرکت را تحت تاثیر قرار می‌دهد، شدت نظارت بر مدیریت و در نتیجه کارآمدی تمرکز مالکیت را تحت تاثیر قرار می‌دهد.

کلیدواژه‌ها: فرصت‌های رشد، رقابت در بازار محصول، تمرکز مالکیت، بازده غیرعادی.

۱- مقدمه

برای بیش از یک دهه، تاثیر مالکیت بر بازده شرکت‌ها، در ادبیات دانشگاهی مورد توجه گسترده قرار گرفته است؛ زیرا شرکت‌های با تمرکز مالکیت بخش بزرگی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس‌های مهم در سراسر جهان هستند. با این حال، شواهد مربوط به بازده بازار سهام این شرکت‌ها محدودتر است [1]، اگرچه از اهمیت ویژه‌ای برای سهامداران اقلیت این بنگاه‌ها و به طور کلی سرمایه‌گذاران برخوردار است [2]. بررسی‌ها نشان می‌دهد بررسی تاثیر شیوه‌های حاکمیت شرکتی از جمله ساختار مالکیت بر بازده غیرعادی در کوتاه‌مدت و بر عملکرد مالی در بلندمدت تاثیر دارد. یافته‌های تجربی نشان می‌دهد که شرکت‌های دارای نمره حاکمیت شرکتی بالا در کوتاه‌مدت، عملکرد مالی بهتر و ارزیابی بالاتر از بازده غیرعادی مثبت دارند؛ در حالی که شرکت‌های دارای نمره حاکمیت شرکتی پایین‌تر، عملکرد مالی پایین‌تر و ارزیابی‌های پایین‌تر دارند. این یافته‌ها پیامدهای مهمی دارند. برای سرمایه‌گذاران و سهامداران یادآور می‌شود که سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی با نمره حاکمیت شرکتی بهتر دارای بازده بهتری خواهد بود [3]. ساختار مالکیت، یکی از موضوعات مهم حاکمیت شرکتی است که بر انگیزه مدیران تاثیر می‌گذارد و در نتیجه می‌تواند تاثیر بسزایی بر عملکرد هر شرکتی داشته باشد. تمرکز مالکیت به سهامداران این امکان را می‌دهد که به طور مستقیم در منافع خود بهره‌مند شوند؛ اما تئوری‌ها و

نتایج در این زمینه با تکیه بر نگرش‌ها و مبانی فکری متفاوت، رابطه بین تمرکز مالکیت و عملکرد بنگاه را مثبت، منفی و یا فاقد هرگونه معناداری آماری ارزیابی می‌کنند. به طور کلی، انتظار می‌رود که ساختار مالکیت شرکت‌ها بر میزان ریسکی که آن‌ها در معرض آن هستند، تاثیر بگذارد [4]. در رابطه با تاثیر رقابت در بازار محصول بر بازده غیرعادی می‌توان تئوری نمایندگی را دلیل این تاثیرگذاری دانست. همچنین در رابطه با تاثیر فرصت رشد بر بازده غیرعادی نیز می‌توان بیان نمود که عدم تقارن اطلاعاتی حاصل از رشد و فرصت‌های سرمایه‌گذاری به مدیریت اجازه می‌دهد تا صورت‌های مالی را بیشتر دستکاری کند تا بتواند منابع را از طریق مبادلات خود کنترل کند و همچنین مزایای جبران خدمات را اضافه کند، در نتیجه فعالیت‌های مدیریتی را از به حداکثر رساندن ارزش شرکت منحرف می‌کند [5]. در این میان بازده غیرعادی سهام، از علایم بازارهایی است که کارایی ندارند. مطابق تئوری نمایندگی قابلیت‌های بازاریابی (شاخص رقابت بازار محصول) باعث کاهش بازده غیرعادی سهام می‌شوند ولی فرصت‌های رشد باعث افزایش غیرعادی بازده سهام می‌شوند. فرصت‌های رشد، از شدت رابطه رقابت بازار محصول و بازده غیرعادی می‌کاهد [6]. وقتی تمرکز مالکیت افزایش می یابد، سهامداران بزرگ انگیزه زیادی برای نظارت بر مدیران دارند. این رفتار بر ارزش شرکت تاثیر مثبت می گذارد. با این حال، با افزایش تمرکز مالکیت، سهامداران بزرگ نیز احتمالا از طریق کنترل، به منافع خصوصی دست خواهند یافت، حتی اگر ثروت سهامداران اقلیت را کاهش دهند [7].

بررسی‌ها از تجزیه‌وتحلیل در بازارهای رقابتی نشان می‌دهد اغلب شرکت‌های خانوادگی با فرصت‌های رشد در بازار رقابت پایین، عملکرد ضعیفی از خود نشان می‌دهند. شرکت‌هایی که دارای مالکیت فامیلی می‌باشند با بازده غیرعادی مثبت همراه هستند. همچنین شرکت‌های فامیلی در سطح بالایی از تمرکز مالکیت و دارای فرصت رشد بالا، در بازار رقابت پایین، عملکرد بهتری دارند [6]. سرمایه‌گذاران خارجی ممکن است خواستار صرف ریسک برای نقدینگی سهام و شفافیت شرکت که منجر به تنزیل قیمت سهام می‌شوند، باشند. به عنوان مثال، براساس مطالعه انجام‌شده در شرکت‌های کره‌ای، عدم تقارن اطلاعاتی با تمرکز مالکیت افزایش می‌یابد و با این‌که هیچ کدام از سرمایه‌گذاران نهادی یا مکانیزم‌های مدیریت مشارکتی مشکل اطلاعات را برطرف نمی‌کند، تحلیلگر با پیگیری سهام، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهد. البته با فعالیت تجاری ضعیف، انگیزه لازم جهت فراهم‌کردن پوشش تحلیلگر کم می‌شود [8]. به‌علاوه زمانی که مبلغ سرمایه‌گذاری شده خانواده از حد خاصی فراتر رود در حالی که به درجه بالایی از نهادینگی می‌رسد، احتمال تصدی قدرت کاهش می‌یابد؛ بنابراین، مالک و مدیران قادرند تا بدون نگرانی درباره قدرت بازار جهت کنترل شرکت‌های بزرگ، در مقابل سهامداران خارجی در فعالیت‌های بیشتری که به نفع اعضای خانواده و خویشاوندان است، شرکت کنند [6].

بطور کلی تمرکز مالکیت به عنوان یک مکانیسم حاکمیتی، انگیزه فوق‌العاده‌ای برای حل تعارض نمایندگی از طریق کنترل مستقیم تجاری دارد؛ بنابراین، از منافع سهامداران در سرمایه‌گذاری محافظت می‌کند و در نتیجه قابلیت اطمینان صورت‌های مالی را افزایش می‌دهد. کشورهای آسیایی مالکیت متمرکز دارند، در حالی که کشورهای توسعه‌یافته مالکیت غیرمتمرکز دارند. وقتی سرمایه در دست چند سهامدار بزرگ متمرکز می‌شود، آن‌ها اختیار نظارت بر سرمایه‌گذاری‌ها و رفتار فرصت‌طلبانه مدیران را دارند که با نظارت بیشتر امکان کسب سودهای غیرعادی و بازدهی غیرعادی را کاهش می‌دهند [9]. هدف این تحقیق در وهله اول، بررسی تاثیر تمرکز مالکیت بر بازدهی غیرعادی و هدف بعدی این پژوهش بررسی تاثیر فرصت‌های رشد و رقابت در بازار محصول بر رابطه بین تمرکز مالکیت و بازدهی غیرعادی می‌باشد. با توجه به مورد گفته‌شده در این پژوهش، به دنبال پاسخ به این سوال هستیم که فرصت‌های رشد و رقابت در بازار محصول چه تاثیری بر رابطه بین تمرکز مالکیت و بازدهی غیرعادی شرکت دارد؟

۲- مروری بر مبانی نظری پژوهش و توسعه فرضیه‌ها

۲-۱- تمرکز مالکیت و بازدهی غیرعادی

تضاد نمایندگی ناشی از تفکیک حق کنترل و مالکیت باعث شده است که مدیریت شرکت منافع سهامداران را برای دنبال کردن منافع شخصی قربانی کند. به همین دلیل، برانگیختن و نظارت بر مدیریت، کلید کاهش تعارض نمایندگی است [10]. با این حال، نظارت بر سهامداران زمانی که همه سهامداران سهم کمی از مالکیت دارند، به دلیل مشکل آزادانه نظارت سهامداران، نامعتبر است؛ بنابراین، مسئولیت نظارت بر مدیریت عمدتا بر دوش سهامداران بلوکی و به ویژه بر عهده سهامداران کنترلی است [11]. تمرکز مالکیت یک مکانیسم جایگزین برای مقابله با مساله نمایندگی در محیط ضعیف حفاظت قانونی است. سهامداران کنترل کننده می توانند سهامداران اقلیت را از طریق تصمیمات تحصیل [12]، قیمت گذاری انتقال

[13] و حتی بدهی بیش از حد [13] سلب مالکیت کنند. آن‌ها همچنین می توانند مکانیسم مثبتی برای مهار رفتار مدیریتی خودخواهانه باشند، به عنوان مثال کنترل پاداش مدیریتی بیش از حد [14]. در شرکت‌های سهامی عام، ساختار مالکیت می‌تواند پراکنده یا متمرکز باشد. مالکیت پراکنده به این دلیل موجب بروز مساله نمایندگی می‌شود که توانایی و انگیزه سهامداران را برای نظارت و کنترل مدیریت، تضعیف می‌کند. سهامداران پراکنده، توانایی کنترل اثربخش مدیریت را ندارند و از سوی دیگر برای اتخاذ تصمیمات صحیح، دارای تخصص و اطلاعات کافی نیستند [15]. در مقابل، افزایش تمرکز مالکیت توسط سهامداران بزرگ، انگیزه کافی برای نظارت بر مدیران را فراهم می‌کند. در وضعیت‌هایی که سهامداران، منافع کمتری در شرکت دارند، انگیزه کمتری برای نظارت بر مدیریت دارند، چون هزینه نظارت بر مدیران بر منافع نظارت آنان فزونی خواهد داشت [3].

بطور کلی یک مساله نمایندگی بین مدیران و مالکان (تضاد مدیر-نمایندگی) است که ثروت سهامداران را کاهش می‌دهد، اما مساله نمایندگی دیگر بین سهامداران غالب و سهامداران اقلیت (تضاد مالکیت) است که می‌تواند بر ارزش سهامداران تاثیر منفی بگذارد [7]. علاوه‌براین، هر دو مساله نمایندگی تاثیر قابل توجهی بر ساختار سرمایه [16]، تصمیمات تامین مالی [17] و فعالیت ادغام و تحصیل شرکت‌ها [9] دارند. تعارض بین مدیران و مالکان در شرکت‌های خانوادگی هزینه کمتری نسبت به شرکت‌های غیر خانوادگی دارد، زیرا شرکت‌های خانوادگی تمرکز مالکیت بالاتری دارند. با این حال، تاثیر منفی بر تعارض بین سهامداران غالب و سهامداران اقلیت دارد. از این رو، تاثیر تمرکز مالکیت بر ارزش سهامداران مشخص نیست. برخی پژوهش‌ها هر دو مساله نمایندگی را هم‌زمان در نظر گرفتند.

تضاد بین مدیریت و سهامداران کمتر از تضاد بین سهامداران غالب و سهامداران اقلیت است. با این حال، تشخیص مستقیم این‌که چگونه تمرکز مالکیت بر بازدهی و ارزش شرکت در رابطه با دو مساله نمایندگی تاثیر می‌گذارد، دشوار است [9]، [15]، [18]. از آنجایی که تمرکز مالکیت هزینه تضاد نمایندگی بین مدیران و مالکان را کاهش می‌دهد، می‌توان گفت هر چه تمرکز مالکیت در یک شرکت بیشتر باشد، احتمال بیشتری وجود دارد که سرمایه‌گذاری‌های افزاینده ارزش شرکت را دنبال کنند، با این حال، مالکیت متمرکز بالاتر می‌تواند تاثیر منفی تضاد بین سهامداران غالب و سهامداران اقلیت را افزایش و بازدهی غیرعادی را سبب شود. با این حال مالکان با سهام بسیار کم یا بسیار زیاد، کمتر نگران از دست دادن کنترل خود هستند. به عبارتی مالکانی که دارای سهام بسیار کم یا بسیار بالا هستند، باعث تضاد کمتری بین سهامداران غالب و سهامداران اقلیت خواهند شد، زیرا آن‌ها یا از قبل کنترل کافی دارند یا علاقه زیادی به حفظ آن ندارند که عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش و درنتیجه بازدهی غیرعادی را کاهش می‌دهد [19]. با این حال وقتی مدیر مالك درصد پایینی از سهام شرکت است، او تحت تاثیر نیروهای بازار و اعمال نظارت کارآمد، در جهت به حداکثر رساندن ارزش موسسه حرکت می‌کند و بازدهی غیرعادی به عنوان رویکرد فرصت‌طلبانه و نماد عدم تقارن اطلاعاتی، کاهش می‌یابد (فرضیه همگرایی منافع در اثر تمرکز مالکیت بالا توسط سهامداران). در مقابل زمانی که مدیر، کنترل بخش قابل توجهی از سهام موسسه را در دست داشته باشد، او ممکن است از خود رفتارهایی نشان دهد که در راستای افزایش عدم تقارن اطلاعاتی و رفتار فرصت‌طلبانه، سبب افزایش بازدهی غیرعادی می‌شود که کاملا مغایر با هدف به حداکثر رساندن ارزش موسسه می‌باشد (فرضیه سنگربندی در اثر تمرکز مالکیت پایین توسط سهامداران) [9]، [20].

سهامداران بزرگ ممکن است انگیزه‌های مشابهی با مشوق‌های سهامدار غالب داشته باشد که نشان می‌دهد آن‌ها احتمالا سهامداران جزیی را برای منافع خصوصی سلب مالکیت می‌کنند. در این مورد، سهامداران بزرگ احتمالا با سهامدار مسلط برای به اشتراک گذاشتن منافع خصوصی کنترل تبانی می‌کند. حتی اگر سهامداران بزرگ با سهامدار غالب تبانی نکند، تعداد زیادی از سهامداران ممکن است با ایجاد موانعی، فرآیند تصمیم‌گیری را کمتر کارآمد کنند [21]. چنین ناکارآمدی ممکن است به نوبه خود منجر به سرمایه‌گذاری کمتر از حد (قربانی کردن فرصت‌های سودآور در دستان رقبا) شود که بازدهی غیرعادی را به دنبال خواهد داشت. از سوی دیگر، اگر یک (چند) سهامدار بزرگ تصمیم بگیرد که برای کنترل شرکت با سایر سهامداران بزرگ (به جای تبانی با آن‌ها) رقابت کند، مشوق‌هایی مشابه مشوق‌های سهامداران اقلیت برای او به وجود می‌آید؛ بنابراین، از نظارت گسترده مدیران به منظور به حداکثر رساندن ارزش شرکت حمایت می‌شود [15]. عدم تبانی بین سهامداران به کاهش عدم تقارن اطلاعات کمک می‌کند، زیرا سهامداران بزرگ که نمی‌تواند نتیجه رای‌گیری را به نفع خود تغییر دهد، ممکن است با معامله تهاجمی بر روی سهام شرکت، به رای دادن پایان دهد؛ بنابراین، اطلاعات نامطلوبی در قیمت سهام تزریق می‌کند که بازدهی غیرعادی را سبب می‌شود؛ بنابراین، برای شرکت‌های با سهامداران بزرگ، پس از کنترل چندین ویژگی شرکت، صنعت و معامله، کیفیت حاکمیت شرکتی و اثرات صنعت، سال، بازدهی هدف و بازدهی غیرعادی بالایی ایجاد می‌شود. بر این اساس فرضیه اول پژوهش به شرح زیر تدوین گردید:

فرضیه ۱ – تمرکز مالکیت بر بازدهی غیرعادی تاثیر معنی‌داری دارد.

۱-۱-۲- رقابت بازار و تمرکز مالکیت و بازدهی غیرعادی

بسیاری از مطالعات قبلی نشان دادند که رقابت در بازار محصول یک حاکمیت شرکتی منفی است. به عنوان مثال زمانی که رقابت بازار محصول بالاتر است، سیستم حاکمیت شرکتی ضعیف‌تری را به دنبال خواهد داشت؛ زیرا رقابت در بازار محصول ابزاری برای جایگزینی حاکمیت شرکتی است و مدیران را تحت فشار قرار می‌دهد تا آن‌ها را وادار به منافع اقتصادی کنند. با این حال، طبق تئوری نمایندگی، وقتی رقابت در بازار محصول در حال افزایش است، نیاز به بهبود حاکمیت شرکتی برای مقابله با تغییرات بازار، افزایش عملکرد شرکت ایجاد می‌شود و در هنگام افزایش رقابت در بازار محصول، ذینفعان به اطلاعات دقیق در مورد عملکرد شرکت نیاز دارند؛ بنابراین، حاکمیت شرکتی باید نقش بازرسی، کنترل و شفافیت اطلاعات کسب و کار را بهبود بخشد [22]، [23]. با توجه به تئوری نمایندگی، رقابت در بازار محصول باعث کاهش بازده غیرعادی سهام می‌شود. کیم و لو [24] در مطالعه انجام‌شده بر مالکیت مدیرعامل در ایالات متحده آمریکا دریافتند که هم تاثیر مثبت همراستایی انگیزه و هم تاثیر منفی ریسک‌پذیری ناکافی به‌وسیله رقابت بازار محصول قوی کاهش می‌یابد که به ارتباط ناکارآمد میان مالکیت مدیرعامل و ارزشیابی شرکت می‌انجامد [22]، [23]، [25]. با این حال در درجات بالای تمرکز مالکیت ممکن است تاثیرات مثبت انگیزه همراستایی، تاثیرات منفی سود حاصل از معاملات خصوصی را خنثی کند که به ارتباط ناکارآمد میان مالکیت متمرکز و بازده سهام می‌انجامد. شارما [18] نیز به این نتیجه رسید وقتی با وجود بالابودن احتمال ورشکستگی شرکت‌ها و تمایل بالای سرمایه‌گذاران به بازده بیشتر، حجم زیادی از دارایی‌های شرکت به دارایی‌های ثابت و نامشهود مربوط باشد، به علت توان رقابتی بازار محصول، انتظار بازده کمتری خواهند داشت [26].

پورتر [27] بیان می‌کند که رقابت سود غیرعادی شرکت‌های عضو صنعت را به سمت صفر سوق می‌دهد؛ این بدان معنی است که هرچه رقابت در صنعت کمتر باشد، درجه پایداری سودهای غیرعادی در آن صنعت کمتر خواهد بود [28]. از این رو، نرخ‌های بهره بیشتر از نرخ بهره پایه (در وضعیت رقابتی) ورود سرمایه‌های جدید را به درون صنعت مربوطه تحریك می‌کند. در صورتی که اکثرسرمایه‌گذاران از تاثیر اطلاعات مالی شرکت‌ها بر سودهای غیرعادی آگاه شوند بازده غیرعادی در بازار سرمایه تا حدی کاهش پیدا می‌کند و بنابراین کارایی بازار افزایش پیدا خواهد کرد. به عبارتی رقابت بازار محصول یکی دیگر از مکانیسم‌های مهم حاکمیت خارجی است که می‌تواند استخراج منافع شخصی را به حداقل برساند، عملکرد ناکارآمد را مهار کرده و عملکرد غیرعادی سهام را از بین ببرد؛ بنابراین، شرکت‌های خانوادگی که در بازارهای با فرصت‌های رشد بالا و همچنین بازارهای رقابتی‌تری در فعالیت می‌کنند، مجبور می‌شوند همانند شرکت‌های غیرخانوادگی کارآمد باشند؛ بنابراین، می‌توان گفت که شرکت‌های خانوادگی که در بازارهای با سطح رقابت بالای محصول فعالیت می‌کنند، عملکرد متفاوتی از همتایان خود که به شکل غیرخانوادگی اداره می‌شوند را ندارند که نشان می‌دهد وجود کنترل موثر بر اقدامات مدیریت و همچنین نبود عدم تقارن اطلاعاتی است که بر رابطه بین تمرکز مالکیت و بازده غیرعادی تاثیر خواهد گذاشت [6].

رقابت در بازار محصول می‌تواند به محدود کردن مشکلات نمایندگی، کاهش رفتار فرصت‌طلبانه مدیر با الزامات سختگیرانه در نتایج عملیات کمک کند. علاوه‌براین، رقابت در بازار محصول همچنین به تخصیص موثر منابع هنگام انجام فعالیت‌های تولیدی و تجاری کمک می‌کند. هنگامی که رقابت در بازار محصول افزایش یافت، شرکت مفاد تقویتی در قرارداد مدیران ارایه می‌کند که آن‌ها را برای بهبود عملکرد شرکت در آینده ترغیب و تمرکز مالکیت را در راستای بیشینه‌سازی ارزش شرکت، کاهش شکاف اطلاعاتی، کاهش حباب قیمت‌ها و کاهش فرصت‌های کسب سود آربیتراژی (بازدهی غیرعدی) هدایت خواهد کرد. بر این اساس فرضیه دوم پژوهش به شرح زیر تدوین گردید:

فرضیه ۲ – رقابت در بازار محصول بر رابطه بین تمرکز مالکیت و بازدهی غیرعادی تاثیر دارد.

۲-۱-۲- فرصت‌های رشد و تمرکز مالکیت و بازدهی غیرعادی

رشد شرکت نقش برجسته‌ای در نظریه‌های مالی شرکت دارد و فرصت رشد شرکت در تعیین سیاست تامین مالی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. انتظار می‌رود شرکت‌هایی با فرصت‌های رشد بالا، بدهی کمی داشته و دارای بدهی کوتاه‌مدت بیشتری نسبت به بدهی بلندمدت، بدهی خصوصی بیشتر نسبت به بدهی عمومی و بدهی تضمین‌شده بیشتری داشته باشند که به دلیل هزینه سرمایه کمتر، بازدهی بالاتری را نیز به دنبال خواهد داشت

[29]. دلایلی وجود دارد که می‌توان انتظار داشت که زمانی که مالکیت متمرکز وجود دارد، کارایی بیشتری وجود داشته باشد. مالکیت متمرکز به مالکان انگیزه خاصی برای نظارت بر مدیران را می‌دهد، از این رو، کاهش هزینه نمایندگی مرتبط با مدیریت را در بردارد [10]، [30]. عدم اطمینان اطلاعاتی با توجه به ارزش‌های بنیادی شرکت می‌تواند متاثر از ویژگی‌های ذاتی شرکت مانند مخارج تحقیق و توسعه بالا یا نوآوریی‌های تکنیکی و یا متاثر از رویه‌های افشای شرکت مانند افشای اختیاری اطلاعات باشد که مورد اولی به فرصت‌های رشد شرکت و مورد دومی به عدم تقارن اطلاعاتی اشاره دارد و در این میان اگر تصور سرمایه‌گذاران بر این باشد که عدم اطمینان اطلاعاتی به دلیل فرصت‌های رشد است، سهام با عدم اطمینان بالا به عنوان سهامی جذاب برای گروه‌های سرمایه‌گذار تلقی شده و به سبب تقاضای بیشتر با قیمت‌های بالاتر و درنتیجه بازدهی بالاتری همراه خواهد بود [31]. سرمایه‌گذاران نسبت به سودآوری صنایع دارای رشد بالا در برابر صنایع با رشد پایین، واکنش مطلوب‌تری را نشان می‌دهند؛ زیرا سودآوری بیشتر، نیازمند رشد بیشتر جریان‌های نقدی آتی صنایع دارای رشد بالا در مقایسه با صنایع با رشد پایین است. به عبارتی بازار از فرصت‌های رشد آگاه است و آن را در ارزش شرکت منعکس می‌کند [11]. فرصت‌های رشد بالا امکان فرصت کسب درآمد بیشتری را نشان می‌دهد. این مطمئنا تاثیر مثبتی بر بازده سهام خواهد داشت. شرکت‌هایی با فرصت‌های رشد بالا عموما برای توسعه به منابع مالی خارجی نیاز دارند؛ بنابراین، نیاز به بهبود در اجرای حاکمیت شرکتی توسط شرکت‌ها به منظور کاهش هزینه سرمایه وجود دارد. شرکت هایی که توانایی رشد یا سرمایه‌گذاری بالایی داشته باشند، سود بیشتری خواهند داشت که در نهایت بر عملکرد خوب شرکت تاثیر می‌گذارد [32]. از طرفی دیگر نیاز به بودجه خارجی به طور قابل توجهی با شاخص‌های حاکمیت شرکتی خوب مرتبط است. این نتیجه از این فرضیه پشتیبانی می‌کند که یک شرکت در حال رشد با نیاز شدید به تامین مالی خارجی انگیزه‌های بیشتری برای اتخاذ شیوه‌های حاکمیت شرکتی خوب دارد که سبب کارآمدی بیشتر تمرکز مالکیت شده و این امر بازدهی شرکت را تحت تاثیر قرار می‌دهد. بر اساس برخی دیگر از پژوهش‌ها، فرصت رشد تاثیر قابل توجهی بر بازده سهام ندارد، با این حال شرکت‌هایی که رشد سریع دارند اغلب باید دارایی‌های ثابت خود را افزایش دهند؛ بنابراین، رشد دارایی‌های بالا باعث افزایش بازده می‌شود. شرکت‌های با رشد بالا استفاده از سهام را برای مشخص کردن فعالیت‌های شرکت انتخاب می‌کنند، در حالی که شرکت‌هایی با فرصت‌های رشد پایین استفاده از بدهی بلندمدت را انتخاب می‌کنند [33]. علاوه‌براین، فرصت‌های رشد بالا به شرکت فرصت درآمد بالاتری در آینده می‌دهد. این امر قطعا تاثیر مثبتی بر بازده سهام خواهد داشت [34]. بر اساس تئوری نمایندگی، مدیریت تمایل دارد افزایش سرمایه‌گذاری از جمله سرمایه‌گذاری‌های کم سود را در اولویت قرار دهد، زیرا مدیریت در مالکیت شرکت مشارکت نمی‌کند. به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی، زمانی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور ایجاد می‌شود، مدیریت مجبور به کاهش سرمایه‌گذاری می‌شود و در نتیجه سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد. علاوه‌براین، سیاست‌های بدهی می‌تواند اختیار مدیریت را در سرمایه‌گذاری بیش از حد و سرمایه‌گذاری کمتر از حد محدود کند. رابطه بین فرصت‌های رشد و ارزش شرکت بیان می‌کند که بدهی زمانی که شرکت فرصت رشد پایینی داشته باشد، تاثیر مثبتی بر ارزش و بازدهی شرکت و زمانی که فرصت رشد شرکت بالا بود، بدهی تاثیر منفی بر ارزش شرکت و بازدهی خواهد داشت [35]. با توجه به این که تمرکز مالکیت هزینه تضاد نمایندگی بین مدیران و مالکان را کاهش و تضاد بین سهامداران غالب و سهامداران اقلیت را افزایش می‌دهد، در شرایط وجود فرصت‌های رشد از جهت تضاد مدیر-مالك سبب انتخاب سرمایه‌گذاری‌های با خالص ارزش فعلی مثبت و از جهت تضاد سهامدار غالب-اقلیت سبب انتخاب سرمایه‌گذاری‌های با خالص ارزش فعلی منفی می‌شود که بازدهی را از جهات متفاوتی می‌تواند تحت تاثیر قرار دهد [19]. بر این اساس فرضیه سوم پژوهش به شرح زیر تدوین گردید:

فرضیه ۳- فرصت‌های رشد بر بر رابطه بین تمرکز مالکیت و بازدهی غیرعادی تاثیر دارد.

۳- پیشینه پژوهش

اختر و همکاران [9] با بررسی نقش تعدیل‌کننده تنوع هیات‌مدیره بر رابطه بین ساختار مالکیت و مدیریت سود واقعی، نشان دادند شرکت‌هایی با تمرکز مالکیت بیشتر به طور قابل توجهی مدیریت سود واقعی را کاهش می‌دهند و تنوع هیات‌مدیره به طور قابل توجهی با تمرکز مالکیت و مالکیت مدیریتی تعامل دارد، به این معنی که تنوع هیات‌مدیره پیوند منفی رابطه اولیه را تعدیل می‌کند که مدیریت سود واقعی را کاهش می‌دهد. از سوی دیگر، تنوع هیات‌مدیره هیچ گونه تعاملی با مالکیت نهادی و خارجی ندارد، به این معنی که هیچ اثر تعدیل‌کننده‌ای بر رابطه اولیه وجود ندارد. احمد و همکاران [20] با بررسی رقابت در بازار محصول، تحرک نیروی کار و بخش متقاطع بازده سهام نشان دادند تحرک نیروی کار، بازده را فقط در بین شرکت‌های صنایع رقابتی پیش‌بینی می‌کند. این شواهد نشان می‌دهد که شدت رقابت در بازار محصول شرکت ها به طور بالقوه باعث ایجاد رابطه مثبت تحرک نیروی کار-بازده می‌شود. روستو و همکاران [35] با بررسی تمرکز مالکیت و ریسک شرکت و نقش تعدیل‌کننده سهامداران با اندازه

متوسط نشان دادند ساختار مالکیت برای ریسک شرکت، فراتر از اولین سهامدار بزرگ اهمیت دارد. شرکت‌هایی که دارای سهامدار متعدد هستند، ریسک بیشتری نسبت به شرکت‌هایی که فقط یک سهامدار عمده دارند، می‌پذیرند. اقابیگی و اوندوش [36] با بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و بازده سهام بر اساس رگرسیون دو مرحله‌ای فاما و مکبث نشان دادند رابطه معنادار و مثبتی بین سطح شفافیت در افشای اطلاعات، ساختار هیات‌مدیره و ساختار مالکیت و حقوق سهامداران با بازده سهام بر اساس معادله قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای وجود دارد. همچنین بین شاخص کلی حاکمیت شرکتی و بازده سهام شرکت‌ها بر اساس مدل سه عاملی فاما و فرنچ رابطه معنادار و مثبت وجود دارد.

مو بین و همکاران [28] با بررسی بررسی رابطه بین رقابت بازار محصول و عملکرد شرکت‌های چینی و تاثیر واسطه‌ای ساختار سرمایه و تاثیر تعدیل‌کننده اندازه شرکت نشان دادند تعدیل کسب و کارهای بزرگ بر رابطه بین رقابت در بازار محصول و عملکرد شرکت تاثیر می‌گذارد. در مقابل، نقش تعدیل‌کننده شرکت‌های کوچک تاثیر منفی قابل توجهی را بر ارتباط بین رقابت در بازار محصول و عملکرد شرکت نشان داد. زانگ و همکاران [37] با بررسی جنبه منفی عدم حضور سهامداران کنترل کننده، شواهد حاصل از تجارت مدیریت بازده غیرعادی، نشان دادند نبود سهامداران کنترل کننده منجر به بازده غیرعادی بالاتری برای مدیریت در معاملات سهام خواهد شد. همچنین عدم تقارن اطلاعاتی و انگیزه‌های حقوق صاحبان سهام دو تعدیل‌کننده در ارتباط بین عدم حضور سهامداران کنترل کننده و بازده غیرعادی معاملات مدیریت هستند. هج و همکاران [11] در پژوهشی تحت عنوان تمرکز مالکیت و بازده سهام، شواهدی از شرکت‌های فامیلی در هند را بررسی نمودند. بررسی‌ها از تجزیه‌وتحلیل در بازارهایی با رقابت بالا و پایین نشان می‌دهد اغلب شرکت‌های خانوادگی از فرصت‌های رشد در رقابت بازار پایین، عملکرد ضعیفی از خود نشان می‌دهند. شرکت‌هایی که دارای مالکیت فامیلی می‌باشند، با بازده غیرعادی مثبت همراه هستند. نتایج دیگر نشان می‌دهد در شرکت‌های فامیلی در سطح بالایی از تمرکز مالکیت و دارای فرصت رشد و در بازار رقابت پایین، با عملکرد آن‌ها رابطه مثبت وجود دارد.

ایگاستر و ایساکوف [22] در مقاله‌ای رابطه بین مالکیت خانواده و بازده بازار سهام، نشان دادند که بازده سهام شرکت‌های خانوادگی، به طور قابل توجهی بالاتر از بازده شرکت‌های غیرخانوادگی است و شرکت‌های خانوادگی که به طور بالقوه مسایل نمایندگی بیشتری برای کسب بازده غیرعادی دارند. عبدالله و همکاران [15] با بررسی تاثیر تمرکز مالکیت بر عملکرد مالی شرکت‌ها نشان دادند که تمرکز مالکیت تاثیر منفی معنی‌داری بر بازدهی دارایی‌ها دارد، تمرکز مالکیت مبتنی بر خانواده تاثیر منفی معناداری بر بازدهی دارایی‌ها دارد و تمرکز مالکیت غیرخانوادگی تاثیر مثبت معناداری بر کیوتو بین و بازدهی دارایی‌ها دارد. یافته‌های این مطالعه با نظریه نمایندگی همخوانی دارد. انگیلو رو یز و همکاران [30] در پژوهشی با عنوان بررسی توانایی تاثیر بازاریابی بر بازده غیرعادی سهام با نقش میانجی فرصت‌های رشد، نشان دادند که فرصت‌های رشد، رابطه بین قابلیت بازاریابی و بازده غیرعادی سهام را تعدیل می‌کند و از شدت آن می‌کاهد. واردهانا و همکاران [38] با بررسی نقش واسطه‌ای فرصت رشد بر رابطه بین حاکمیت شرکتی خوب و بازده سهام، نشان دادند که حاکمیت شرکتی خوب تاثیر قابل توجهی بر فرصت رشد شرکت ندارد، در حالی که همچنین تاثیر منفی و معنی‌داری بر بازده سهام نداشت و فرصت رشد شرکت تاثیر معنی‌داری بر بازده سهام داشت. با این حال، نتیجه فرضیه غیرمستقیم نشان داد که فرصت رشد شرکت نمی‌تواند رابطه بین حاکمیت شرکتی خوب و بازده سهام را میانجی‌گری کند. سارتیکا [39] با بررسی و تجزیه‌وتحلیل تاثیر فرصت‌های رشد، اندازه انتشار، اهرم مالی، تمرکز مالکیت و تخفیف در پذیره‌نو یسی بر بازده غیرعادی نشان داد که اندازه انتشار، اهرم مالی و تخفیف در پذیره‌نو یسی تاثیر معناداری مثبت بر بازده غیرعادی داشته، در حالی که فرصت‌های رشد و تمرکز مالکیت تاثیر ناچیزی دارند.

بو بکری و همکاران [14] با بررسی سهامداران بزرگ و بازده هدف، شواهد بین‌المللی نشان دادند که بازده غیرعادی و بازده اولین پیشنهاد تا تکمیل ادغام با حضور سهامداران غالب گروهی در این شرکت‌ها ارتباط منفی دارد و شرکت‌های با سهامداران غالب گروهی اغلب بالاتر از شرکت‌های سهامداران غالب فردی ارزش دارند. داموری و ایزدی [2] با بررسی تاثیر رقابت در بازار محصول را بر رابطه بین تمرکز مالکیت و سیاست تقسیم سود، نشان دادند که شرکت‌هایی با تمرکز مالکیت بالاتر، سود نقدی بیشتری را بین سهامداران خود تقسیم کردند. این اثر مثبت در محیط‌های کم رقابت بیشتر بود؛ به عبارت دیگر در محیط‌های کمتر رقابتی، تاثیر تمرکز مالکیت بر سیاست تقسیم سود بیشتر بود. غفوریان شاگردی و همکاران [40] با بررسی تاثیر بیش اعتمادی مدیرعامل بر رابطه بین نگه‌داشت وجه نقد و بازده غیرعادی، نشان دادند که بین نگه‌داشت وجه نقد و بازده غیرعادی رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین بیش‌اعتمادی مدیرعامل نیز بر رابطه بین نگه‌داشت وجه نقد و بازده غیرعادی تاثیر معناداری ندارد. لک و مولایی بیرگانی [41] با بررسی تاثیر درصد مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت بر بازده غیرعادی سهام نشان دادند بین بازده غیرعادی سهام و درصد اعضای غیرموظف هیات‌مدیره رابطه معنی‌دار وجود ندارد و همچنین درصد مالکیت نهادی بر بازده غیرعادی سهام اثرگذاراست. تالانه و سجادی [42] با بررسی تاثیر فرصت‌های رشد بر رابطه بین جریان نقدی آزاد و هم‌زمانی بازده سهام نشان دادند ضریب متغیر تعاملی (حاصل‌ضرب

جریان نقدی آزاد در فرصت‌های رشد) در حالت فرصت‌های رشد کم مثبت و معنادار به دست آمده، اما در حالت فرصت‌های رشد زیاد معنادار نشده است. این نتیجه نشان می‌دهد که مساله جریان نقدی آزاد رابطه مثبت با همرمانی بازده سهام دارد.

۴- روش‌شناسی پژوهش

از بابت روش اجرا، این تحقیق از زمره تحقیقات همبستگی بوده و همچنین از جهت هدف، تحقیق از نوع تحقیقات کاربردی می‌باشد، چون از داده‌های شرکت‌های بورسی در سال‌های گذشته (تاریخی) استفاده شد؛ از این رو، از نوع تحقیقات پس‌رویدادی به شمار می‌رود. این تحقیق به بیان آنچه که است و بدون دخل و تصرف به توصیف شرایط موجود پرداخته، از این رو در حوزه پژوهش‌های توصیفی حسابداری طبقه‌بندی می‌شود. جامعه آماری مورد بررسی در این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و دوره مورد بررسی نیز سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۱ می‌باشد. در این پژوهش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران که دارای ویژگی‌های زیر بوده، به عنوان نمونه انتخاب خواهند شد:

۱. شرکت‌ها نباید سال مالی خود را در طی دوره‌های مورد نظر تغییر داده باشد.
۲. اطلاعات مالی شرکت‌های مورد بررسی به منظور استخراج داده‌های مورد نیاز در سایت کدال در دسترس باشد.
۳. شرکت‌های مورد بررسی در بازه زمانی پژوهش از بورس خارج نشده باشد.
۴. شرکت‌های مورد نظر جزو بانک‌ها و واسطه‌گری مالی، لیزینگ، هلدینگ و سرمایه‌گذاری به علت ماهیت و نوع فعالیت این گروه از شرکت‌ها متفاوت است، نباشند.

با توجه به شرایط بالا از بین ۵۳۱ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران، تعداد اعضای نمونه آماری تعریف می‌شود. با توجه به رعایت شرایط یادشده بالا و با استفاده از روش حذف سیستماتیک (یک روش نمونه‌گیری غیراحتمالی است که در آن براساس پیش‌فرض‌های مشخصی افراد واجد شرایط به عنوان نمونه انتخاب می‌شوند) از بین شرکت‌های واجد شرایط، تعداد ۱۳۰ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شد. در حوزه کاری گردآوری داده‌ها برای سنجش متغیرها، روش اسنادکاوی به‌کار بسته می‌شود و ابزار کار در این حوزه صورت‌های مالی حسابرسی شده، بسته نرم‌افزاری ره‌آورد نوین، نرم‌افزار اکسل و وب‌گاه کدال است. در حوزه کاری تجزیه‌وتحلیل آماری از روش رگرسیون چندگانه بهره گرفته می‌شود و ابزار کار در این حوزه، بسته نرم‌افزاری اقتصادسنجی ایویوز[1] است. رگرسیون خطی چندگانه یک تکنیک آماری است که از چندین متغیر توضیحی برای پیش‌بینی نتیجه یک متغیر پاسخ استفاده می‌کند. هدف از رگرسیون خطی چندگانه مدل‌سازی رابطه خطی بین متغیرهای توضیحی (مستقل) و متغیرهای پاسخ (وابسته) است. در اصل، این روش گسترش رگرسیون حداقل مربعات معمولی (*OLS*) است، زیرا شامل بیش از یک متغیر توضیحی است.

۵- مدل‌ها و متغیرهای پژوهش

برای آزمون فرضیات در ادامه از مدل‌های رگرسیون استفاده خواهیم نمود. **مدل (۱)** در **فرضیه ۱** به شرح زیر است:

$$Abnormal-Re_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 OC_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 (M/B)_{i,t} + \beta_4 BIND_{i,t} + \beta_5 BOARD_{i,t} + \beta_6 AGE_{i,t} + \beta_7 INS_{i,t} + \beta_8 AVOL_{i,t} + \varepsilon. \quad (۱)$$

مدل (۲) در **فرضیه ۲** به شرح زیر است:

$$Abnormal-Re_{i,t} == \beta_0 + \beta_1 OC_{i,t} + \beta_2 PMC_{i,t} + \beta_3 (OC \times PMC)_{i,t} + \beta_4 BIND_{i,t} + \beta_5 (M/B)_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 BOARD_{i,t} + \beta_8 AGE_{i,t} + \beta_9 INS_{i,t} + \beta_{10} AVOL_{i,t} + \varepsilon\ . \quad (۲)$$

مدل (۳) در **فرضیه ۳** به شرح زیر است:

$$Abnormal-Re_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 OC_{i,t} + \beta_2 GROWTH_{i,t} + \beta_3 (OC \times GROWTH)_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 (M/B)_{i,t} + \beta_6 BIND_{i,t} + \beta_7 BOARD_{i,t} + \beta_8 AGE_{i,t} + \beta_9 INS_{i,t} + \beta_{10} AVOL_{i,t} + \varepsilon. \quad (۳)$$

---

[1] Eviews

متغیر وابسته: بازده غیرعادی

برای اندازه‌گیری متغیر بازده غیرعادی از مدل سه‌عاملی فاما و همکاران [43] استفاده شد [5]، [40]، [44].

$$Rit - Rft = \alpha_i + \beta_i\ (Rmt - Rft) + s_i\ (SMB) + h_i\ (HML) + \varepsilon_i. \qquad (۴)$$

Rit-Rft صرف ریسک سهام شرکت *i* در ماه *t*، *Rmt-Rft* صرف ریسک بازار در ماه *t*، *SMBt* عامل اندازه شرکت‌ها در ماه *t*، *HMLt* عامل نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام در ماه *t*. متغیرهای این مدل سه‌عاملی به صورت زیر محاسبه شده است.

Rit-Rft صرف ریسک سهام هر یک از شرکت‌های نمونه می‌باشد که از طریق کسر بازده بدون ریسک (*Rf*) از بازده سهام هر یک از شرکت‌ها در ماه *t* به دست می‌آید. بازده سهام هر شرکت نیز با استفاده از قیمت بازار سهام شرکت در اول و آخر دوره و نیز منافع مالکیت سهام‌دار در آن دوره، محاسبه شده است. *Rf* نیز نرخ بازده بدون ریسک می‌باشد که از نرخ سود اوراق مشارکت دولتی به عنوان نرخ بازده بدون ریسک استفاده می‌شود. *Rmt-Rft* مازاد بدهی ماهیانه سبد بازار پس از نرخ بازده بدون ریسک در طول دوره مطالعه می‌باشد. این متغیر صرف ریسک بازار نامیده می‌شود. *Rmt* بازده ماهیانه بازار در سال t می‌باشد که از رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$Rmt = (It - It - 1)/(It - 1). \qquad (۵)$$

It شاخص کل قیمت در پایان دوره و *It-1* شاخص کل قیمت در پایان دوره *t-1*.

برای محاسبه دو متغیر دیگر مدل، یعنی عامل اندازه شرکت (*SMBt*) و عامل نسبت ارزش دفتری به بازار (*HMLt*)، شرکت‌ها به صورت زیر دسته‌بندی می‌شوند:

در پایان هر سال، همه شرکت‌ها بر اساس ارزش بازار به دو سبد شرکت‌های بزرگ (*B*) و شرکت‌های کوچک (*S*) تقسیم می‌شود، به طوری که هر پرتفوی ۵۰% از کل شرکت‌ها را شامل می‌شود. در مرحله بعد، شرکت‌ها بر اساس نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام رتبه‌بندی شده و به سه گروه تقسیم می شوند که به ترتیب شامل ۳۰% بالا (*H*)، ۴۰% متوسط (*M*) و ۳۰% پایین (*L*) می‌شوند؛ بنابراین، کلیه شرکت‌ها در شش سبد به شرح زیر قرار دارند:

جدول ۱- رابطه بین نسبت دفتری به بازار و ارزش بازار.

Table 1- Relationship between book-to-market ratio and market value.

ارزش دفتری به بازار / ارزش بازار	H	M	L
S	S/H	S/M	S/L
B	B/H	B/M	B/L

SMBt فاکتوری از اندازه شرکت است که پس از رتبه‌بندی شرکت‌ها از نظر اندازه، تفاوت بین میانگین ساده بازده سبد ساخته‌شده توسط شرکت‌های بزرگ‌تر (*S/H*، *S/M* و *S/L*) و میانگین ساده بازدهی سبد ساخته‌شده توسط شرکت‌های کوچکتر از وسط (*B/H*، *B/M* و *B/L*) در ماه به دست می‌آید. *HMLt* ضریب ارزش دفتری ارزش بازار شرکت در سال *t* است که تفاوت بین میانگین بازده دو پرتفوی با ۳۰% بالا (*B/H* و *S/H*) و میانگین بازده دو پرتفوی کم ۳۰% (*S*) است. لازم به ذکر است که طبقه‌بندی شرکت‌ها در پرتفوی برای تمامی متغیرها سالیانه است، اما بازده این شرکت‌ها به صورت ماهانه محاسبه می‌شود [40].

متغیر مستقل: تمرکز مالکیت (OC)

در این پژوهش تمرکز مالکیت را به عنوان درصد سهام در اختیار پنج سهامدار بزرگ شرکت اندازه‌گیری خواهیم کرد [6]، [15]، [19]، [45].

متغیرهای تعدیلگر

فرصت رشد (*Growth*): برای اندازه‌گیری فرصت رشد از نسبت مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری کل بدهی‌ها به ارزش دفتری کل دارایی‌ها استفاده شده است [6]، [46].

$$\text{فرصت‌های رشد} = \frac{\text{ارزش دفتری کل بدهی‌ها} + \text{ارزش بازار حقوق صاحبان سهام}}{\text{ارزش دفتری کل دارایی‌ها}}.$$

رقابت در بازار محصول (*PMC*): در این پژوهش از شاخص هرفیندال هریشمن، به عنوان معیار اندازه‌گیری رقابت در بازار محصولات استفاده خواهد شد. شاخص هرفیندال هیرشمن از مجموع توان درجه دوم سهم بازار کلیه شرکت‌های فعال در صنعت به صورت زیر بدست می‌آید [6]، [24]، [47]، [48]:

$$HHI = \sum_{i=1}^{k} S_i\hat{}2, \tag{۶}$$

که در آن *HHI* شاخص هرفیندال هیرشمن، *k* تعداد بنگاه های فعال در بازار و *Si* سهم بازار شرکت *ith* است که از رابطه زیر به دست می‌آید:

$$S_i = X_j/\sum_{l=1}^{n} X_j. \tag{۷}$$

جایی که *Xj* نشان‌دهنده فروش شرکت *j* و *l* نشان‌دهنده نوع صنعت است. شاخص هرفیندال هیرشمن درجه تمرکز صنعت را اندازه‌گیری می‌کند. بزرگ‌تربودن این شاخص به معنای تمرکز بیشتر و رقابت کمتر در صنعت می‌باشد و بالعکس.

متغیرهای کنترلی

با توجه به تحقیق هج و همکاران [11] و عبدالله و همکاران [15]، متغیرهای زیر به عنوان متغیرهای کنترلی انتخاب شدند:

M/B_{it}: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری عبارت است از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام برای شرکت *i* در سال *t*.

$SIZE_{it}$: اندازه شرکت عبارت است از لگاریتم کل فروش برای شرکت *i* در سال *t* محاسبه می‌شود.

$BIND_{it}$: استقلال هیات‌مدیره از نسبت مدیران غیرموظف هیات‌مدیره به کل اعضا برای سنجش میزان استقلال اعضای هیات‌مدیره استفاده شده است.

$BOARD_{it}$: تعداد اعضای هیات مدیره شرکت *i* در سال *t*.

AGE_{it}: عمر شرکت از بدو تاسیس.

INS_{it}: درصد سهامداران نهادی که سرمایه‌گذاران بزرگ مانند بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و ... هستند.

$AVOL_{it}$: انحراف معیار بازده سهام که بر اساس نوسان بازدهی سال قبل تخمین می‌شود.

برای نمونه با توجه به این‌که هر چقدر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در رابطه با نسبت *M/B* و ارزش کل دارایی‌ها در رابطه با متغیر اندازه شرکت بالاتر باشد، زمینه برای کسب بازده غیرعادی در شرکت‌ها بالا خواهد بود. تحقیق هج و همکاران [11] نیز نشان‌دهنده رابطه مثبت و معنی‌دار بین این دو متغیر و بازده غیرعادی می‌باشد. تعداد اعضای هیات استقلال هیات‌مدیره به دلیل ایجاد زمان مناسب جهت صرف وقت برای شرکت توسط هیات‌مدیره نیز باعث اجرای سرمایه‌گذاری‌های متنوع شده و در نهایت باعث کسب بازده غیرعادی خواهد شد.

۶- یافته‌های پژوهش

۶-۱- آمار توصیفی

برای بررسی خصوصیات کلی متغیرها و تحلیل تفصیلی آن‌ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها ضروری است. **جدول ۲** آمار توصیفی داده‌های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در تحقیق را نشان می‌دهد. آمار توصیفی مربوط به نمونه‌ای متشکل از ۱۳۰ شرکت در یک دوره ۹ ساله (۱۳۹۳ تا ۱۴۰۱) می‌باشد.

جدول ۲- آمار توصیفی متغیرهای کمی.

Table 2- Descriptive statistics of quantitative variables.

نام متغیر	نماد	تعداد	میانگین	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
بازده غیرعادی	Abnormal	1170	0.7532	0.7169	0.0051	3.9486
تمرکز مالکیت	OC	1170	0.3188	0.1980	0.093	0.6945
فرصت رشد	Growth	1170	2.2572	1.7716	0.6934	13.1381
رقابت در بازار محصول	PMC	1170	-0.0293	0.0742	-0.6821	-0.0002
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	MB	1170	4.3761	3.8389	0.2903	24.2457
اندازه شرکت	SIZE	1170	14.3614	1.6040	9.0069	20.4673
استقلال هیات مدیره	BIND	1170	0.6690	0.1881	0.2	1
تعداد اعضای هیات‌مدیره	BOARD	1170	5.0247	0.2685	4	7
سن شرکت	AGE	1170	3.6058	0.3673	2.3025	4.2341
سهامداران نهادی	INS	1170	0.4699	0.2406	0.065	0.7945
انحراف معیار بازده سهام	AVOL	1170	0.8644	0.7665	0.0112	4.0207

مقدار میانگین برای متغیر استقلال هیات‌مدیره برابر با ۰/۶۶۹۰ می‌باشد. عموما پارامترهای پراکندگی معیاری از میزان پراکندگی یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین هستند. انحراف معیار یکی از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی است. مقدار این ضریب برای نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و برای رقابت در بازار محصول به ترتیب ۳/۸۳۸۹ و ۰/۰۷۴۲ است که نشان می‌دهد این دو متغیر دارای بیشترین و کمترین انحراف معیار هستند. کمینه و بیشینه نیز کمترین و بیشترین را در هر متغیر نشان می‌دهد. به عنوان مثال بزرگ‌ترین مقدار اندازه شرکت ۲۰/۴۶۷۳ است.

۶-۲- آمار استنباطی

در بررسی داده‌های مقطعی و سری‌های زمانی، اگر ضرایب اثرات مقطعی و اثرات زمانی معنادار نشود، می‌توان داده‌ها را با یکدیگر ترکیب کرده و به‌وسیله یک رگرسیون حداقل مربعات معمولی تخمین زد. از آنجایی که در اکثر داده‌های ترکیبی اغلب ضرایب مقاطع یا سری‌های زمانی معنادار هستند این مدل که به مدل رگرسیون ترکیب شده[1] معروف است، کمتر مورد استفاده قرار می گیرد. لذا برای این‌که بتوان مشخص نمود که آیا داده‌های ترکیبی جهت برآورد تابع مورد نظر کارآمدتر خواهد بود یا نه، فرضیه‌ای آزمون می‌شود که در آن کلیه عبارات ثابت برآورد با یکدیگر برابر هستند. برای تشخیص بین الگوهای اثرات معمولی (*pool*) و داده‌های تابلو یی (*panel*) نتایج آزمون چاو در **جدول ۳** بیانگر این است که یکسان‌بودن عرض از مبدا برای تمامی شرکت‌های مورد مطالعه در سطح معنی‌دار ۵% رد نمی‌شود و می‌توان برای برآورد مدل از روش داده‌های تابلو یی استفاده نمود.

جدول ۳- نتایج آزمون اف لیمر (چاو).

Table 3- F-limer (Chow) test results.

مدل آزمون	آماره آزمون	سطح معنی‌داری	نتیجه آزمون
فرضیه اول	5.10	0.0000	پذیرش الگوی داده‌های تابلویی
فرضیه دوم	3.24	0.0000	پذیرش الگوی داده‌های تابلویی
فرضیه سوم	4.87	0.0000	پذیرش الگوی داده‌های تابلویی

[1] Pooled least squares

به‌منظور این‌که مشخص گردد کدام روش (اثرات ثابت و یا اثرات تصادفی) جهت برآورد مناسب‌تر است (تشخیص ثابت یا تصادفی بودن تفاوت‌های واحدهای مقطعی) از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. در روش اثرات تصادفی بار متغیرهای حذف شده روی جمله اخلال قرار می‌گیرند، اما این مشروط بر آن است که بین متغیرهای مستقل و مولفه خطای مقطعی همبستگی وجود نداشته باشد. آزمون هاسمن وجود این همبستگی را بررسی می‌کند. این آزمون مبتنی بر این فرض اولیه است که در صورت وجود همبستگی، روش اثرات ثابت سازگار و روش اثرات تصادفی ناسازگار است. برای تشخیص بین اثرات ثابت (*panel*) و اثرات تصادفی (*panel*) نتایج آزمون هاسمن در **جدول ۴** نشان می‌دهد که فرضیه صفر مبنی بر انتخاب روش با اثرات تصادفی برای تخمین مدل اول در سطح معنی‌دار ۵% رد شده و لذا برای برآورد مدل‌ها می‌توان از روش با اثرات ثابت استفاده نمود.

جدول ۴- نتایج آزمون هاسمن.

Table 4- Hausman test results.

مدل آزمون	آماره آزمون	سطح معنی‌داری	نتیجه آزمون
فرضیه اول	18.86	0.0156	پذیرش اثرات ثابت عرض از مبدا
فرضیه دوم	12.22	0.1416	پذیرش اثرات تصادفی عرض از مبدا
فرضیه سوم	11.85	0.3142	پذیرش اثرات تصادفی عرض از مبدا

یکی از فروض رگرسیون خطی به روش حداقل مربعات معمولی (*OLS*) اینست که تمامی جملات پسماند دارای واریانس برابر هستند. در عمل این فرض چندان صادق نیست و در بسیاری از نمونه‌ها به دلایل مختلفی از قبیل شکل نادرست تابع مدل، وجود نقاط پرت، شکست ساختاری در جامعه آماری، یادگیری در طی زمان و ... شاهد پدیده واریانس ناهمسانی هستیم. وقتی خطاها ناهمسان باشند، انحراف معیار عرض از مبدا بسیار بزرگ می‌شود. انحراف معیار ضرایب شیب نیز به شکل ناهمسانی بستگی دارد؛ بنابراین، از آزمون والد تعدیل‌شده برای بررسی ناهمسانی واریانس جملات اخلال استفاده شده است. نتایج حاصل در **جدول ۵** نشان می‌دهد که سطح معنی‌داری آزمون والد تعدیل‌شده در مدل‌های پژوهش کمتر از ۵% می‌باشد و بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلال می‌باشد که این مشکل در تخمین نهایی مدل‌ها با اجرای دستور *gls* رفع شده است.

جدول ۵- نتایج آزمون ناهمسانی واریانس.

Table 5- Results of variance heterogeneity test.

مدل آزمون	آماره آزمون	سطح معنی‌داری	نتیجه آزمون
فرضیه اول	691.51	0.0000	وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلال
فرضیه دوم	1577.44	0.0000	وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلال
فرضیه سوم	1616.57	0.0000	وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلال

یکی از فرض‌های اساسی در تخمین مدل رگرسیون به روش *OLS* عدم خودهمبستگی بین جملات خطا یا همبستگی سریالی است. چون مقادیری که متغیرهای توضیحی در مدل به خود می‌گیرند تصادفی هستند؛ بنابراین، مقادیر خطا نیز باید در کل تصادفی باشند. با توجه به نتایج **جدول ۶** مشاهده می‌شود که سطح معناداری آزمون والدریج برای مدل سوم پژوهش کمتر از ۵% بوده و بیانگر وجود خودهمبستگی سریالی در مدل می‌باشد که این مشکل در تخمین نهایی مدل با اجرای دستور *Auto Correlation* رفع شده است.

جدول ۶- نتایج آزمون خودهمبستگی سریالی.

Table 6- Serial autocorrelation test results.

مدل آزمون	آماره آزمون	سطح معنی‌داری	نتیجه آزمون
فرضیه اول	1.040	0.3279	عدم وجود خودهمبستگی سریالی در جملات اخلال
فرضیه دوم	0.112	0.7382	عدم وجود خودهمبستگی سریالی در جملات اخلال
فرضیه سوم	31.439	0.0001	وجود خودهمبستگی سریالی در جملات اخلال

هم خطی به معنای وجود ارتباط خطی بین همه یا برخی از متغیرهای توضیحی مدل رگرسیون است. در رگرسیون خطی فرض بر این است که هیچ رابطه خطی دقیقی بین هیچ یک از متغیرهای توضیحی وجود ندارد. نقض این فرض موجب بروز مشکل هم خطی می‌شود. هنگامی‌که یک ارتباط خطی کامل مابین متغیرهای توضیحی یک مدل رگرسیون وجود داشته باشد، تخمین‌های مدل رگرسیون نمی‌تواند به طور منحصر به فردی محاسبه شود. اگر آماره آزمون *VIF* به یک نزدیک بود، نشان‌دهنده عدم وجود هم‌خطی است. به عنوان یک قاعده تجربی، اگر مقدار *VIF* بزرگ‌تر از ۱۰

باشد، هم‌خطی چندگانه بالا می‌باشد. با توجه به نتیجه آزمون هم‌خطی **جدول ۷** برای مدل‌های پژوهش چون عامل تورم واریانس (*VIF*) کمتر از عدد ۱۰ است؛ بنابراین، هم‌خطی وجود ندارد.

جدول ۷- آزمون هم‌خطی برای مدل‌های رگرسیونی.
Table 7- Collinearity test for regression models.

نام متغیر	فرضیه اول (VIF)	فرضیه دوم (VIF)	فرضیه سوم (VIF)
تمرکز مالکیت	1.80	2.05	1.27
رقابت در بازار محصول	–	1.50	–
تمرکز مالکیت * رقابت بازار	–	1.29	–
فرصت رشد	–	–	1.30
تمرکز مالکیت * فرصت رشد	–	–	1.38
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	1.14	1.25	1.75
اندازه شرکت	1.21	1.04	1.22
استقلال هیات‌مدیره	1.10	1.03	1.11
تعداد اعضای هیات‌مدیره	1.06	1.01	1.07
سن شرکت	1.25	1.05	1.39
سهامداران نهادی	3.68	2.81	3.81
انحراف معیار بازده سهام	1.65	1.35	1.75
نتیجه	عدم وجود هم خطی		

۱-۲-۶- نتیجه آزمون فرضیه اول

نتایج آزمون فرضیه اول (**جدول ۸**) نشان می‌دهد که ضریب تعیین معادل ۴۰% است که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترل در مدل توانسته‌اند ۴۰% از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره اصلی ۲۹/۵۳ و سطح معنی‌داری آن کمتر از ۵% است؛ بنابراین، می‌توان گفت که مدل مناسب از روایی کافی برخوردار است. متغیر تمرکز مالکیت دارای سطح معنی‌داری کمتر از ۵% (۰/۰۳۳) است و ضریب آن عددی منفی (۰/۰۳۶۰-) است؛ بنابراین، تمرکز مالکیت تاثیر منفی معنی‌داری بر بازدهی غیرعادی دارد و فرضیه اول در سطح اطمینان ۹۵% پذیرفته می‌شود. از بین متغیرهای کنترلی، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و انحراف معیار بازده سهام دارای تاثیر مثبت و تعداد اعضای هیات مدیره دارای تاثیر منفی معنی‌داری بر بازدهی غیرعادی هستند؛ یعنی شرکت‌های با ارزش بازار بالا و نوسان بازدهی بالا، بازدهی غیرعادی بیشتر و شرکت‌های با تعداد اعضای هیات‌مدیره بیشتر، بازدهی غیرعادی کمتری را تجربه می‌کنند.

جدول ۸- نتیجه آزمون مدل اول.
Table 8- Test result of the first model.

$$Abnormal_{it} = \beta_0 + \beta_1 OC_{it} + \beta_2 MB_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 BIND_{it} + \beta_5 BOARD_{it} + \beta_6 AGE_{it} + \beta_7 INS_{it} + \beta_8 AVOL_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر وابسته: بازده غیرعادی

متغیر	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره z	معناداری
تمرکز مالکیت	OC	-0.0360	0.014	-2.27	0.033
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	MB	0.0279	0.0131	2.12	0.034
اندازه شرکت	SIZE	-0.0695	0.0391	-1.78	0.076
استقلال هیات مدیره	BIND	0.2148	0.2105	1.02	0.307
تعداد اعضای هیات‌مدیره	BOARD	-0.1596	0.0768	-2.08	0.038
سن شرکت	AGE	0.0863	0.1401	0.62	0.538
سهامداران نهادی	INS	0.1873	0.2782	0.67	0.501
انحراف معیار بازده سهام	AVOL	0.4226	0.0825	5.12	0.000
عرض از مبدا		1.9968	1.8566	2.33	0.020
سایر آماره‌های اطلاعاتی					
آماره والد			29.51		
سطح معنی‌داری والد			0.0000		
ضریب تعیین			0.4007		

۲-۲-۶- نتیجه آزمون فرضیه دوم

نتایج آزمون فرضیه دوم (**جدول ۹**) نشان می‌دهد که ضریب تعیین برابر با ۳۱% است که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترل در مدل توانسته‌اند ۳۱% از تغییرات متغیر وابسته را تبیین کنند. آماره اصلی ۶۹/۹۱ و سطح معنی‌داری آن کمتر از ۵% است؛ بنابراین، می‌توان گفت مدل مناسب از روایی کافی برخوردار است. متغیر تمرکز مالکیت با ضریب (۰/۰۴۸۰-) و سطح معنی‌داری (۰/۰۰۰) بیانگر تاثیر منفی معنی‌دار بر بازدهی غیرعادی است، رقابت در بازار محصول با با ضریب (۰/۰۵۴۷-) و سطح معنی‌داری (۰/۰۱۱) بیانگر تاثیر منفی معنی‌دار بر بازدهی غیرعادی است و همچنین اثر تعاملی تمرکز مالکیت با رقابت در بازار محصول با ضریب (۰/۰۷۴۲-) و با سطح معنی‌داری (۰/۰۳۲) دارای تاثیر منفی معنی‌دار بر بازدهی غیرعادی است؛ بنابراین، رقابت در بازار محصول رابطه بین تمرکز مالکیت و بازدهی غیرعادی را تعدیل می‌کند و فرضیه دوم در سطح اطمینان ۹۵% پذیرفته می‌شود. از بین متغیرهای کنترلی، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، سهامداران نهادی و تعداد اعضای هیات مدیره به ترتیب دارای تاثیر مثبت معنی‌داری بر بازدهی غیرعادی هستند. یعنی شرکت‌های با ارزش بازار بالا، با درصد سهامداران نهادی بالا و شرکت‌های با تعداد اعضای هیات‌مدیره بیشتر، بازدهی غیرعادی بیشتری را تجربه می‌کنند.

جدول ۹- نتیجه آزمون مدل دوم.

Table 9- Test result of the second model.

$$Abnormal_{it} = \beta_0 + \beta_1 OC_{it} + \beta_1 PMC_{it} + \beta_1\ OC_{it} \times PMC_{it}) + \beta_4 MB_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 BIND_{it} + \beta_7 BOARD_{it} + \beta_8 AGE_{it} + \beta_9 INS_{it} + \beta_{10} AVOL_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر وابسته: بازده غیرعادی

متغیر	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره z	سطح معناداری
تمرکز مالکیت	OC	-0.0480	0.0146	-3.28	0.000
رقابت در بازار محصول	PMC	-0.0547	0.0193	-2.83	0.011
تمرکز مالکیت * رقابت در بازار محصول	OC PMC	-0.0747	0.0358	-2.07	0.032
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	MB	0.0200	0.0046	4.29	0.000
اندازه شرکت	SIZE	-0.0104	0.0130	-1.01	0.313
استقلال هیات‌مدیره	BIND	0.0390	0.0856	0.36	0.718
تعداد اعضای هیات‌مدیره	BOARD	-0.0742	0.0519	-1.43	0.153
سن شرکت	AGE	0.0143	0.0431	0.33	0.738
سهامداران نهادی	INS	0.1157	0.0404	2.86	0.000
انحراف معیار بازده سهام	AVOL	0.3113	0.0244	12.71	0.000
عرض از مبدا		1.1676	0.3617	3.23	0.001
سایر آماره‌های اطلاعاتی					
آماره والد			69.91		
سطح معنی‌داری والد			0.0000		
ضریب تعیین			0.3130		

۳-۲-۶- نتیجه آزمون فرضیه سوم

نتایج آزمون فرضیه سوم (**جدول ۱۰**) نشان می‌دهد که متغیر تمرکز مالکیت با ضریب (۰/۰۷۵۷-) و سطح معنی‌داری (۰/۰۰۰) دارای تاثیر منفی معنی‌دار، متغیر فرصت رشد با ضریب (۰/۰۴۳۸) و سطح معنی‌داری (۰/۰۰۰) دارای تاثیر مثبت معنی‌دار بر بازدهی غیرعادی است و اثر تعاملی تمرکز مالکیت با فرصت رشد با ضریب (۰/۰۹۷۱) و سطح معنی‌داری (۰/۰۲۹) دارای تاثیر مثبت معنی‌دار بر بازدهی غیرعادی است؛ بنابراین، فرصت‌های رشد رابطه بین تمرکز مالکیت و بازدهی غیرعادی را تعدیل می‌کند و فرضیه سوم در سطح اطمینان ۹۵% پذیرفته می‌شود. ضریب تعیین برابر با ۳۳% است که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترل در مدل توانسته‌اند ۳۳% از تغییرات متغیر وابسته را تبیین کنند. آماره اصلی ۸۲/۴۶ و سطح معنی‌داری آن کمتر از ۵% است؛ بنابراین، می‌توان گفت مدل مناسب از روایی کافی برخوردار است. از بین متغیرهای کنترلی، اندازه شرکت دارای تاثیر منفی معنی‌دار و متغیرهای سهامداران نهادی و تعداد اعضای هیات مدیره دارای تاثیر مثبت معنی‌داری بر بازدهی غیرعادی هستند. یعنی

شرکت‌های با اندازه بزرگ‌تر، بازدهی غیرعادی کمتری و شرکت‌های با درصد سهامداران نهادی بالا با تعداد اعضای هیات‌مدیره بیشتر، بازدهی غیرعادی بیشتری را تجربه می‌کنند.

جدول ۱۰- نتیجه آزمون مدل سوم.

Table 10- Test result of the third model.

$$Abnormal_{it} = \beta_0 + \beta_1 OC_{it} + \beta_1 Growth_{it} + \beta_1\ OC_{it} \times Growth_{it}) + \beta_4 MB_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 BIND_{it} + \beta_7 BOARD_{it} + \beta_8 AGE_{it} + \beta_9 INS_{it} + \beta_{10} AVOL_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر وابسته: بازده غیرعادی

متغیر	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره z	سطح معناداری
تمرکز مالکیت	OC	-0.0757	0.0305	-2.48	0.000
فرصت رشد	Growth	0.0438	0.0203	2.15	0.000
تمرکز مالکیت * فرصت رشد	OC Growth	0.0971	0.0444	2.18	0.029
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	MB	0.0013	0.0056	0.23	0.818
اندازه شرکت	SIZE	-0.0238	0.0081	-2.92	0.004
استقلال هیات‌مدیره	BIND	0.0179	0.0729	0.25	0.806
تعداد اعضای هیات‌مدیره	BOARD	-0.0140	0.0453	-0.31	0.757
سن شرکت	AGE	-0.0127	0.0370	-0.34	0.730
سهامداران نهادی	INS	0.0942	0.0459	2.05	0.000
انحراف معیار بازده سهام	AVOL	0.2674	0.0225	11.84	0.000
عرض از مبدا		0.9984	0.3154	3.16	0.002
سایر آماره‌های اطلاعاتی					
آماره والد			82.46		
سطح معنی‌داری والد			0.0000		
ضریب تعیین			0.3366		

۷- نتیجه‌گیری

تمرکز مالکیت می‌تواند به مساله نمایندگی بین سهامداران غالب و سهامداران اقلیت (تضاد مالکیت) منجر شود و وجود رقابت بازار محصول به عنوان جایگزین راهبری شرکتی قوی و نیز وجود فرصت‌های رشد که به دلیل عدم اطمینان اطلاعاتی می‌تواند عملکرد آتی شرکت را تحت تاثیر قرار دهد، شدت نظارت بر مدیریت و در نتیجه کارآمدی تمرکز مالکیت را می‌تواند تحت تاثیر قرار دهد. هدف این پژوهش بررسی تاثیر فرصت‌های رشد و رقابت در بازار محصول بر رابطه بین تمرکز مالکیت و بازدهی غیرعادی است. نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش نشان می‌دهد که با افزایش تمرکز مالکیت، بازدهی غیرعادی شرکت کاهش پیدا می‌کند. به عبارتی وجود مالکیت متمرکز به عنوان مکانیزم جایگزین حاکمیت شرکتی قوی، مانع از رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیریت شده، با نظارت بیشتر و تخصصی بر فعالیت‌های مدیریت، عدم تقارن اطلاعاتی و مشکل نمایندگی را کاهش می‌دهد و به سبب شفافیت بیشتر و کارایی اطلاعاتی بیشتر، در نتیجه بازدهی غیرعادی را کاهش می‌دهد. زیرا نظارت بیشتر، فرصت‌های کسب سود آربیتراژ را محدود کرده و مدیران را مجبور به افشای اطلاعات با اهمیت به عنوان علامت‌دهی به بازار می‌کند. این نتیجه هم راستا با نتایج پژوهش‌های عبدالله و همکاران [15] و ژانگ و همکاران [37] است، ولی مخالف با پژوهش لک و مولایی بیرگانی [41] می‌باشد. نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش نشان می‌دهد که رقابت بازار محصول بر رابطه بین تمرکز مالکیت و بازدهی غیرعادی تاثیر منفی دارد و شدت تاثیرگذاری را افزایش می‌دهد به عبارتی رقابت بازار محصول به عنوان مکانیزم نظارتی برون سازمانی، سبب بهبود کیفیت گزارشگری مالی، انتقال اطلاعات محرمانه به بیرون از سازمان از طریق همتایان و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود که می‌تواند استخراج منافع شخصی را به حداقل برساند، عملکرد ناکارآمد را مهار کرده و عملکرد غیرعادی سهام را کاهش دهد. این نتیجه هم راستا با نتایج پژوهش‌های کیم و لو [24]، شارما [18]، هج و همکاران [11] است. نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش نشان می‌دهد که فرصت رشد سبب افزایش بازدهی غیرعادی و بر رابطه بین تمرکز مالکیت و بازدهی غیرعادی تاثیر مثبتی دارد و شدت این تاثیر را افزایش می‌دهد. به عبارتی فرصت‌های رشد و سرمایه‌گذاری بالا با عدم اطمینان اطلاعاتی بیشتری همراه بوده و بر این اساس سهام شرکت‌های با فرصت رشد بالا برای سرمایه‌گذاران جذاب تلقی شده و با تقاضای بیشتر این سهام، بازدهی

غیرعادی نیز افزایش می‌یابد. همچنین عدم تقارن اطاعاتی برای این شرکت‌ها سبب تشدید مشکلات نمایندگی، رفتارهای فرصت‌طلبانه و انتخاب گزینه‌های سرمایه‌گذاری بیش از حد و کمتر از حد می‌شود که به سبب تفاوت با انتظارات سرمایه‌گذاران موجب بازدهی غیرعادی بیشتری می‌شود. این نتیجه هم راستا با نتایج پژوهش هج و همکاران [11]، واردهانا و همکاران [38]، مسعود [16] و سارتیکا [39] و غیر هم راستا با نتایج پژوهش‌های سو باگیو [29]، انگیلو رویز و همکاران [30] و واردهانا و همکاران [38] است. با توجه به نتایج به‌دست‌آمده ،سرمایه‌گذاران بزرگ به سبب دسترسی بیشتر به اطلاعات شرکت‌ها، بایدنقش فعال‌تری را در زمینه نظارت ایفا کنند و به همسو شدن منافع مدیران و دیگر سهامداران کمک کنند. پیشنهاد می‌شود سیاستمداران و قانون‌گذاران در سازمان بورس اوراق بهادار در تدوین قوانین و مقررات و انجام امور نظارتی توجه بیشتری را به شرکت‌هایی معطوف کنند که در صنایع کمتر رقابتی فعالیت می‌کنند تا بدین وسیله هزینه‌های نمایندگی و فرصت کسب بازدهی غیرعادی از طریق رانت اطلاعاتی کاهش پیدا کند و از حقوق سهامداران و سرمایه‌گذاران حمایت شود. به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود برای کسب بازدهی مطمئن و قابل پیش‌بینی از سرمایه‌گذاری، شاخص تمرکز مالکیت را به عنوان ابزار نظارتی بیشتر بر مدیریت شرکت و کاهنده بازدهی غیرعادی مد نظر قرار دهند، رقابت بازار محصول را به عنوان ابزار نظارتی برون سازمانی و محرك کیفیت گزارشگری و کاهنده عدم اطمینان اطلاعاتی در کنار ابزارهای نظارتی درون سازمانی مانند تمرکز مالکیت مد نظر قرار دهند و همچنین برای شرکت‌های با فرصت رشد بالا به سبب نابرابری اطلاعاتی بالا و غیرقابل پیش‌بینی بودن بازدهی این شرکت‌ها با وجود تمرکز مالکیت، از دیگر ابزارهای افزاینده اطمینان اطلاعاتی مانند ابزارهای راهبری شرکتی و رقابت بازار محصول برای کاهش عدم اطمینان اطلاعاتی و سرمایه‌گذاری‌های کارا استفاده کنند. به تحلیلگران مالی پیشنهاد می‌شود با ردیابی اطلاعاتی شرکت‌ها و گزارش تحلیلی از عملکرد و تصمیمات شرکت‌ها با توجه به امکانات و ظرفیت‌های تجاری آن‌ها، اطلاعات منسجم و ساختاریافته‌ای را به صورت فصلی در اختیار سرمایه‌گذاران قرار دهند که به سبب پوشش بیشتر اطلاعات تحلیلی سبب افزایش کیفیت اطلاعات گزارش شده می‌شود و هم اطمینان بیشتری را برای سرمایه‌گذاران به عنوان یك راهنما ارایه می‌دهد. سازمان‌های بورس اوراق بهادار، نظام منسجمی را به‌منظور ارزیابی کیفیت ساختار مالکیتی در مورد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اعمال کنند و اطلاعات تمرکز مالکیت و فرصت‌های رشد،از طریق یادداشت‌ها یا سایر ابزارها، به میزان بیشتری افشا گردد تا استفاده کنندگان صورت‌های مالی، اطمینان کسب کنند که به اطلاعات با کیفیت دست یافته‌اند.

۱-۷- نوآوری پژوهش

بازده غیرعادی سهام، از علایم بازارهایی است که کارایی ندارند. با افزایش تمرکز مالکیت، سهامداران بزرگ انگیزه زیادی برای نظارت بر مدیران دارند. با این حال، با افزایش تمرکز مالکیت، سهامداران بزرگ نیز احتمالا از طریق کنترل، به منافع خصوصی دست خواهند یافت، حتی اگر ثروت سهامداران اقلیت را کاهش دهند. یعنی تمرکز بالای مالکیت دو لبه تیغی است که در بازار غیرکارای ایران می‌تواند هزینه‌هایی بیشتر از منافع آن داشته باشد و با بهره‌گیری از فرصت‌های کسب سود، بازدهی غیرعادی به صورت سودهای اقتصادی را نصیب مالکان بزرگ شرکت‌ها کند، ولی در چنین شرایطی به دلیل ایجاد همسو یی منافع مالکان بزرگ و مدیران، به کاهش بازدهی غیرعادی سبب می‌شود. در جستجو برای کاهش مساله نمایندگی و هزینه‌های متعاقب آن برای دیگر گروه‌های ذینفع شرکت‌ها، رقابت بازار محصول از مکانیسم‌های مهم حاکمیت خارجی است که استخراج منافع شخصی را به حداقل رسانده، عملکرد ناکارآمد را مهار کرده و عملکرد غیرعادی سهام را از بین می‌برد. با توجه به این که تمرکز مالکیت می‌تواند هزینه تضاد نمایندگی بین مدیران و مالکان را کاهش و تضاد بین سهامداران غالب و سهامداران اقلیت را افزایش می‌دهد، در شرایط وجود فرصت‌های رشد از جهت تضاد مدیر-مالك سبب انتخاب سرمایه‌گذاری‌های با خالص ارزش فعلی مثبت و از جهت تضاد سهامدار غالب-اقلیت سبب انتخاب سرمایه‌گذاری‌های با خالص ارزش فعلی منفی می‌شود که به دلیل تضاد منافع سهامداران اقلیت و اکثریت، سبب انتقال ناعادلانه ثروت به صورت شکل‌گیری بازدهی غیرعادی می‌شود.

منابع مالی

نویسندگان از هیچ منبع مالی جهت تدوین پژوهش استفاده ننموده‌اند.

تعارض با منافع

نویسندگان در پژوهش حاضر هیچ تعارض منافعی ندارند.

منابع

[1] Abbasi, M., Kalantari, E., & Abbasi, H. (2012). Impact of corporate governance mechanisms on firm value evidence from the food industry of iran. *Journal of basic and applied scientific research*, *2*(5), 4712–4721. https://www.textroad.com/pdf/JBASR/J. Basic. Appl. Sci. Res., 2(5)4712-4721, 2012.pdf

[2] Damoori, D., & Izadi, M. (2019). The effect of product market competition on the relationship between ownership concentration and dividend policy in listed companies on the Tehran stock exchange. *The financial accounting and auditing researches*, *11*(42), 229-249. (**In Persian**). https://www.sid.ir/paper/198270/en

[3] Nicodano, G., & Regis, L. (2019). A trade-off theory of ownership and capital structure. *Journal of financial economics*, *131*(3), 715–735. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.09.001

[4] Moradi, J., & Ahmadi, G. (2010). Determining the factors affecting the investment behavior of companies in the field of incomplete markets. *Journal of financial accounting research, 2*(4), 35-48. (**In Persian**). https://ensani.ir/fa/article/download/231508

[5] Amran, N. A., & Ahmad, A. C. (2013). Effects of ownership structure on malaysian companies performance. *Asian journal of accounting and governance*, *4*(1), 51–60. https://www.academia.edu/download/69703880/Effect_of_Ownership_Structure_on_Malaysi20210915-1730-3y13c0.pdf

[6] Giroud, X., & Mueller, H. M. (2010). Does corporate governance matter in competitive industries? *Journal of financial economics*, *95*(3), 312–331. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.10.008

[7] Namazi, M., Rezaei, G., & Momtazian, A. (2015). Product market competition and accounting information quality. *Journal of accounting advances*, *6*(2), 131-166. (**In Persian**). https://jaa.shirazu.ac.ir/article_2858_en.html

[8] Bennedsen, M., Nielsen, K. M., Pérez-González, F., & Wolfenzon, D. (2007). Inside the family firm: the role of families in succession decisions and performance. *The quarterly journal of economics*, *122*(2), 647–691. https://doi.org/10.1162/qjec.122.2.647

[9] Akter, A., Yusoff, W. F. W., & Abdul-Hamid, M. A. (2024). The moderating role of board diversity on the relationship between ownership structure and real earnings management. *Asian journal of accounting research*, *9*(2), 98–115. https://doi.org/10.1108/AJAR-10-2022-0307

[10] Karimi, F., Akhlaghi, H. A., & Rezae Mehr, F. (2010). Investigating the effect of financial leverage and opportunity of company growth on investment decisions in listed companies in Tehran stock exchange. *Quarterly financial accounting*, *2*(8), 60-74. (**In Persian**). https://www.sid.ir/paper/168149/en

[11] Hegde, S., Seth, R., & Vishwanatha, S. R. (2020). Ownership concentration and stock returns: evidence from family firms in india. *Pacific-basin finance journal*, *61*, 101330. https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101330

[12] King, M. R., & Santor, E. (2008). Family values: ownership structure, performance and capital structure of canadian firms. *Journal of banking & finance*, *32*(11), 2423–2432. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2008.02.002

[13] Kordestani, G., Aldebs, A., & Saber, A. (2018). High growth sale, leading in industry and the impacts of product market competition on the corporate investment. *Financial management perspective*, *8*(22), 29-49. (**In Persian**). https://jfmp.sbu.ac.ir/article_95421.html

[14] Boubakri, N., Cosset, J.- C., & Mishra, D. (2017). Large shareholders and target returns: international evidence. In *Global corporate governance* (pp. 103–145). Emerald Publishing Limited.

[15] Abdullah, M. I., Sarfraz, M., Qun, W., & Chaudhary, M. (2019). Ownership concentration impact on firm financial performance. *Logforum*, *15*(1), 107–118. http://doi.org/10.17270/J.LOG.2019.317

[16] Mas'ud, M. (2008). Capital structure on firm value. *Management and business, 7*(1), 15–26. https://doi.org/10.24123/jmb.v7i1.122

[17] Tahir, S. H., & Sabir, H. M. (2014). Impact of family ownership on market value of a firm: a comparative analysis of family and non-family companies listed at karachi stock exchange (Pakistan). *International journal of management and sustainability*, *3*(12), 673–683. DOI:10.18488/journal.11/2014.3.12/11.12.673.683

[18] Sharma, V. (2011). Stock returns and product market competition: beyond industry concentration. *Review of quantitative finance and accounting*, *37*, 283–299. https://doi.org/10.1007/s11156-010-0205-0

[19] Jiang, G., Lee, C. M. C., & Zhang, Y. (2005). Information uncertainty and expected returns. *Review of accounting studies*, *10*, 185–221. https://doi.org/10.1007/s11142-005-1528-2

[20] Ahmed, S., Bu, Z., & Ye, X. (2023). Product market competition, labor mobility, and the cross-section of stock returns. *The review of asset pricing studies*, *13*(3), 440–480. https://doi.org/10.1093/rapstu/raad001

[21] Chen, S., Wang, K., & Li, X. (2012). Product market competition, ultimate controlling structure and related party transactions. *China journal of accounting research*, *5*(4), 293–306. https://doi.org/10.1016/j.cjar.2012.11.001

[22] Eugster, N., & Isakov, D. (2019). Founding family ownership, stock market returns, and agency problems. *Journal of banking \& finance*, *107*, 105600. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.07.020

[23] Hasas, Y. Y., Moradi, M., & Eskandar, H. (2008). The relationship between institutional investors and corporate value. *THE Iranian accounting and auditing review*, *15*(52), 107-122. (**In Persian**). https://www.sid.ir/paper/8088/en

[24] Kim, E. H., & Lu, Y. (2011). CEO ownership, external governance, and risk-taking. *Journal of financial economics*, *102*(2), 272–292. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.07.002

[25] Eugster, N. (2017). *Ownership structure, analyst coverage, and forecast error: are family firms different from others?* https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3021821

[26] Rani, N., Yadav, S. S., & Jain, P. K. (2013). Impact of corporate governance score on abnormal returns of mergers and acquisitions. *Procedia economics and finance*, *5*, 637–646. https://doi.org/10.1016/S2212-5671(13)00075-0

[27] Porter, M. E. (2004). Competitive advantage. *Open journal of business and management*, *2*(3), 1–19.

[28] Mubeen, R., Han, D., Abbas, J., Raza, S., & Bodian, W. (2022). Examining the relationship between product market competition and chinese firms performance: the mediating impact of capital structure and moderating influence of firm size. *Frontiers in psychology*, *12*, 709678. https://www.frontiersin.org/articles/10.3389/fpsyg.2021.709678/full

[29] Subagyo, H. (2021). Relationships between debt, growth opportunities, and firm value: empirical evidence from the indonesia stock exchange. *The journal of asian finance, economics and business*, *8*(1), 813–821. https://koreascience.kr/article/JAKO202100569452347.page

[30] Angulo-Ruiz, F., Donthu, N., Prior, D., & Rialp, J. (2018). How does marketing capability impact abnormal stock returns? the mediating role of growth. *Journal of business research*, *82*, 19–30. https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.08.020

[31] Sun, J., Ding, L., Guo, J. M., & Li, Y. (2016). Ownership, capital structure and financing decision: evidence from the UK. *The british accounting review*, *48*(4), 448–463. https://doi.org/10.1016/j.bar.2015.04.001

[32] Parveen, S., & Siddique, M. A. (2014). Impact of ownership concentration and ownership mix on firm performance. *Journal of basic and applied scientific research*, *4*(12), 41–49. https://www.academia.edu/download/54465407/ownership_structure.pdf

[33] Giroud, X., & Mueller, H. M. (2011). Corporate governance, product market competition, and equity prices. *The journal of finance*, *66*(2), 563–600. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01642.x

[34] Li, Z., Yu, Q., & Wang, X. (2005). Tunneling, propping and M&A: evidence from chinese listed companies. *Economic research journal*, *1*, 95–105.

[35] Rossetto, S., Selmane, N., & Staglianò, R. (2023). Ownership concentration and firm risk: the moderating role of mid-sized blockholders. *Journal of business finance & accounting*, *50*(1–2), 377–410. https://doi.org/10.1111/jbfa.12634

[36] Aghabeigi, M., & Ondes, T. (In Press). Association between corporate governance and stock returns based on fama and macbeth two-stage regression (1973): a case study on companies in the Istanbul stock exchange. *International journal of nonlinear analysis and applications* (**In Persian**). https://ijnaa.semnan.ac.ir/article_8618.html

[37] Zhang, H., Xiong, H., & Zhang, L. (2021). The downside of absence of controlling shareholders: evidence from management trading abnormal return. *China journal of accounting studies*, *9*(2), 221–246. https://doi.org/10.1080/21697213.2021.1980956

[38] Wardhana, R., Tjahjadi, B., & Permatasari, Y. (2017). The mediating role of growth opportunity in good corporate governance-stock return relationship. *Investment management and financial innovations*, (14/3), 313–321. https://www.ceeol.com/search/article-detail?id=749368

[39] Sartika, F. (2016). The effect of growth opportunities, issue size, leverage, ownership concentration, and subscription price discount toward cumulative abnormal return: study on right issue event. *Global journal of business and social science review*, *4*(3), 98–107. http://dx.doi.org/10.35609/gjbssr.2016.4.3(14)

[40] Ghafourian Shagardi, A., Jahanshiri, R., & Ghafourian Shagardi, M. S. (2020). Investigating the effect of ceo's mistrust on the relationship between cash holdings and abnormal returns in companies listed on the tehran stock exchange. *Accounting and management perspectives*, *2*(17), 79-89.(**In** Persian). https://majournal.ir/index.php/ma/article/view/257

[41] Lak, L., & Molaei Birgani, F. (2018). Investigating the effect of institutional ownership percentage and ownership concentration on abnormal stock returns. *New research in management and accounting*, *5*(18), 261-272. (**In Persian**). https://www.sid.ir/fa/VEWSSID/J_pdf/4026013946008.pdf

[42] Talaneh, A., & Sajadi, M. (2016). The effects of growth opportunities on the relation between free cash flow and stock return synchronicity of firms listed in tehran stock exchange. *Financial accounting research*, *8*(3), 59-76. (**In Persian**). https://doi.org/10.22108/far.2016.21321

[43] Fama, E. F., French, K. R., Booth, D. G., & Sinquefield, R. (1993). Differences in the risks and returns of nyse and nasd stocks. *Financial analysts journal*, *49*(1), 37–41. https://doi.org/10.2469/faj.v49.n1.37

[44] Alipour, M. (2013). An investigation of the association between ownership structure and corporate performance: empirical evidence from Tehran stock exchange (TSE). *Management research review*, *36*(11), 1137–1166. https://doi.org/10.1108/MRR-08-2012-0188

[45] Ghorbani, B., & Khatiri, M. (2014). Trend of idiosyncratic return and idiosyncratic return volatility over the time. *Financial accounting*, *6*(21), 110-128. (**In Persian**). https://www.sid.ir/paper/168232/en

[46] Hermuningsih, S. (2013). The influence of profitability, growth opportunity, capital structure on company value in public companies in Indonesia. *Bulletin of monetary economics and banking*, *16*(2), 127–148. https://doi.org/10.21098/bemp.v16i2.27

[47] Lo, A. W. Y., Wong, R. M. K., & Firth, M. (2010). Tax, financial reporting, and tunneling incentives for income shifting: an empirical analysis of the transfer pricing behavior of chinese-listed companies. *Journal of the American taxation association*, *32*(2), 1–26. https://doi.org/10.2308/jata.2010.32.2.1

[48] Bhaumik, S. K., & Selarka, E. (2012). Does ownership concentration improve M&A outcomes in emerging markets? evidence from india. *Journal of corporate finance*, *18*(4), 717–726. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.04.001